

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17620071151793

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

集团公司融资约束及资本结构动态调整
实证研究

An Empirical Research on Financial Constraints and Capital
Structure Adjustment of Group-affiliated Companies

朱文君

指导教师姓名: 王志强 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为国家自然科学基金项目(项目批准号:70972111)的研究成果之一。

声明人(签名):

年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

企业集团作为一种特殊的组织形式随着经济的不断发展应运而生,并在中国经济中占据着越来越重要的角色,其在经济、财务各方面的表现以及运营优势和效率也不断受到学者们的关注。

本文以中国上市集团公司和独立公司为样本,通过对两组样本在 2000 年至 2008 年的数据进行简单描述性统计,并运用资本结构决定因素模型、投资-现金流敏感性分析模型以及二阶段局部调整模型等实证研究方法,将集团公司(即企业集团母公司)这种特殊的经济组织形式与经典静态资本结构理论、新兴动态资本结构理论以及融资约束理论相结合,试图从融资、特别是债务融资方面找到集团公司的优势所在。

研究结果表明,与独立公司相比,集团公司有较高的负债水平,并且集团公司面临的融资约束程度比独立公司更低,并以更快的速度向目标资本结构调整。这些结果说明了由于在企业集团内部存在比外部资本市场更加便捷和更低成本的内部资本市场,同时在企业集团成员公司之间能够相互担保,企业集团内部成员能够获得比独立企业更广泛的融资渠道,所以具备了独立公司所不能拥有的一些融资优势。

关键词: 集团公司 资本结构 融资约束 动态资本结构

ABSTRACT

As the economy develops, business group comes out as a special economic organization, and it becomes to be an important role in Chinese economy. The researchers pays attention to the operating efficiency and advantage of business group.

This paper combines the special economic organization of group-affiliated companies with the classical static and new dynamic capital structure theories and the theory of financial constraints, trying to find the advantages on debt financing of group-affiliated companies. This paper use the way of descriptive statistics, the determinants model of capital structure, investment-cashflow sensitivities model and two stage dynamic adjustment model to investigate the listed group-affiliated companies and stand-alone companies of China.

First, we found that the debt level of group-affiliated companies is higher than stand-alone companies. Second, the coefficient of investment-cashflow sensitivities shows lower financial constraints of group-affiliated company. Third, the results of the two stage dynamic adjustment model reveal a higher speed of capital structure adjustment of group-affiliated company. All of the results explained that because the internal capital market exists in business group is with more convenience and lower cost and the members of a business group can also make assurance to each other, so the members owns a wider financing channel than stand-alone companies.

Key Words: Group-affiliated Company; Capital Structure; Financial Constraints; Dynamic Capital Structure Adjustment

目录

中文摘要	I
英文摘要	II
引言	1
第一章 企业集团及其内外部资本市场概述	5
第一节 企业集团概述	5
第二节 企业集团内、外部资本市场概述	9
第二章 研究回顾	13
第一节 传统资本结构理论研究回顾	13
第二节 动态资本结构理论	16
第三节 融资约束研究回顾	19
第三章 研究设计	23
第一节 样本选择	23
第二节 集团公司资本结构决定因素研究设计	24
第三节 集团公司融资约束研究设计	29
第四节 集团公司资本结构动态调整速度研究设计	32
第四章 实证研究结果及分析	36
第一节 集团公司资本结构决定因素实证研究结果及分析	36
第二节 集团公司融资约束实证研究结果及分析	42
第三节 集团公司资本结构动态调整实证研究结果及分析	45
第五章 研究结论	49
第一节 研究结论及解释	49
第二节 本文的不足及后续研究	50

参 考 文 献.....	51
--------------	----

致 谢.....	58
----------	----

厦门大学博士论文摘要库

Contents

Abstract in Chinese.....	I
Abstract in English	II
Introduction.....	1
Chapter 1 Summary of Business Group and Internal and External Capital Market	5
Section 1 Summary of Business Group	5
Section 2 Summary of Internal and External Capital Market of Business Group.....	9
Chapter 2 Literature Review	13
Section 1 Review of Traditional Capital Structure Theories.....	13
Section 2 Review of Dynamic Capital Structure Adjustment Theories.....	16
Section 3 Review of Financial Constraints.....	19
Chapter 3 Research Design.....	23
Section 1 Data Selecting	23
Section 2 Research Design on the Determinants of Group-Affiliated Companies' Capital Structure.....	24
Section 3 Research Design on Financial Constraints of Group-Affiliated Companies.....	29
Section 4 Research Design on the Speed of Dynamic Capital Structure Adjustment of Group-Affiliated Companies	32
Chapter 4 Empirical Results and Analysis	36
Section 1 Empirical Results and Analysis on the Determinants of Group-Affiliated Companies' Capital Structure	36
Section 2 Empirical Results and Analysis on Financial Constraints of Group-Affiliated Companies	42

Section 3 Empirical Results and Analysis on the Speed of Dynamic Capital Structure Adjustment of Group-Affiliated Companies.....	45
Chapter 5 Conclusions and Discussions	49
Section 1 Conclusions and Discussions.....	49
Section 2 The Limits and Directions of Further Research	50
Reference	51
Acknowledgement.....	58

引言

一、研究背景

随着社会化大生产对企业的有限经营规模提出严峻挑战,日趋激烈的市场竞争对企业抵御风险的能力提出挑战,在 19 世纪末 20 世纪初,欧美的一些发达工业化国家中形成了企业集团这种现代组织形式;20 世纪中期,在美国出现了一股兼并联营的浪潮,同时也出现了一批多元化和多部门的大企业、大集团。中国自改革开放以来,逐步确立市场经济的经济体制,也形成了一大批多元化的企业集团,根据 Wind 数据库的数据统计,1776 家上海及深圳 A 股上市公司中,有 321 家公司以“集团”命名,此外有 784 家上市公司的第一大股东名称以“集团”命名,足以见得企业集团在我国经济中发挥着越来越重要的作用。

为何企业集团在世界范围以及国内如此“流行”,除了能够取得规模经济,还能在其他哪些方面获得与独立公司不一样的优势呢?本文试图从资本结构及融资约束方面来考察企业集团这一特殊的经济组织形式,验证是否在融资方面存在优势。

与独立公司不同,在企业集团内部,可以把多种渠道现金流量集中起来投资于高收益领域,Alchian (1969)^[1]和 Williamson (1975)^[2]由此提出了“内部资本市场”这一概念,由于内部资本市场的存在,产生了集团内部的债权与债务以及集团内部资本的分配;另一方面由于企业集团作为一个整体对外具有更好的声誉,集团内部成员在对外融资时也能相互担保,在内外部资本市场两方面的优势使得企业集团拥有独立公司无法得到的融资渠道和环境,同时集团与独立公司所面临的融资成本也会不一样,这就使得企业集团内母公司(也称为集团公司)、子公司及成员公司的资本结构及对资本结构的调整上会与独立公司不一样,本文将研究企业集团内的上市集团公司(即母公司上市),试图将这种特殊的经济组织形式与经典的资本结构理论、新兴的动态资本结构理论以及融资约束理论相结合进行研究。

首先本文在基于静态资本结构理论的基础上对集团公司的资本结构水平及

决定因素进行一个简单的分析,从静态视角来剖析集团公司与独立公司在资本结构上有何不同;随后基于融资成本在集团公司和独立公司之间存在不同的考虑,使用投资-现金流敏感性分析模型来验证集团公司与独立公司是否在融资约束上存在差别;最后,运用二阶段局部调整模型进行验证是否在资本结构的动态调整速度上集团公司于独立公司会存在不同。

二、研究思路与框架

本文选取沪深A股上市集团公司和独立公司作为研究样本,使用样本在2000年至2008年内的数据,通过描述性统计、资本结构决定因素模型、投资-现金流敏感性分析模型及局部调整模型等实证研究方法对集团公司和独立公司资本结构决定因素、融资约束及资本结构动态调整三方面的内容进行研究,本文结构如图1-1所示,除引言外,以下是本文进行研究的结构:

第一章对企业集团的起源、发展进行介绍,概述企业集团在我国的发展,并对企业集团的界定和特征进行概要阐述;同时介绍对企业集团内外部资本市场进行介绍与分析。

第二章是研究回顾,对静态资本结构、动态资本结构以及融资约束理论进行简单的介绍,并综述将这些理论与企业集团相结合进行研究的文章。

第三章是研究设计,包括集团公司资本结构决定因素研究设计、对融资约束的投资-现金流敏感性研究设计及资本结构动态调整速度研究设计。

第四章是按照第三章的研究设计所进行的描述性统计及模型回归,得到实证研究的结果并对其进行分析。

第五章是研究结论,主要是得出本文的研究结论并进行相关的理论解释;指出研究中存在的局限性并提出未来的研究方向。

三、本文研究意义

本文研究意义如下:

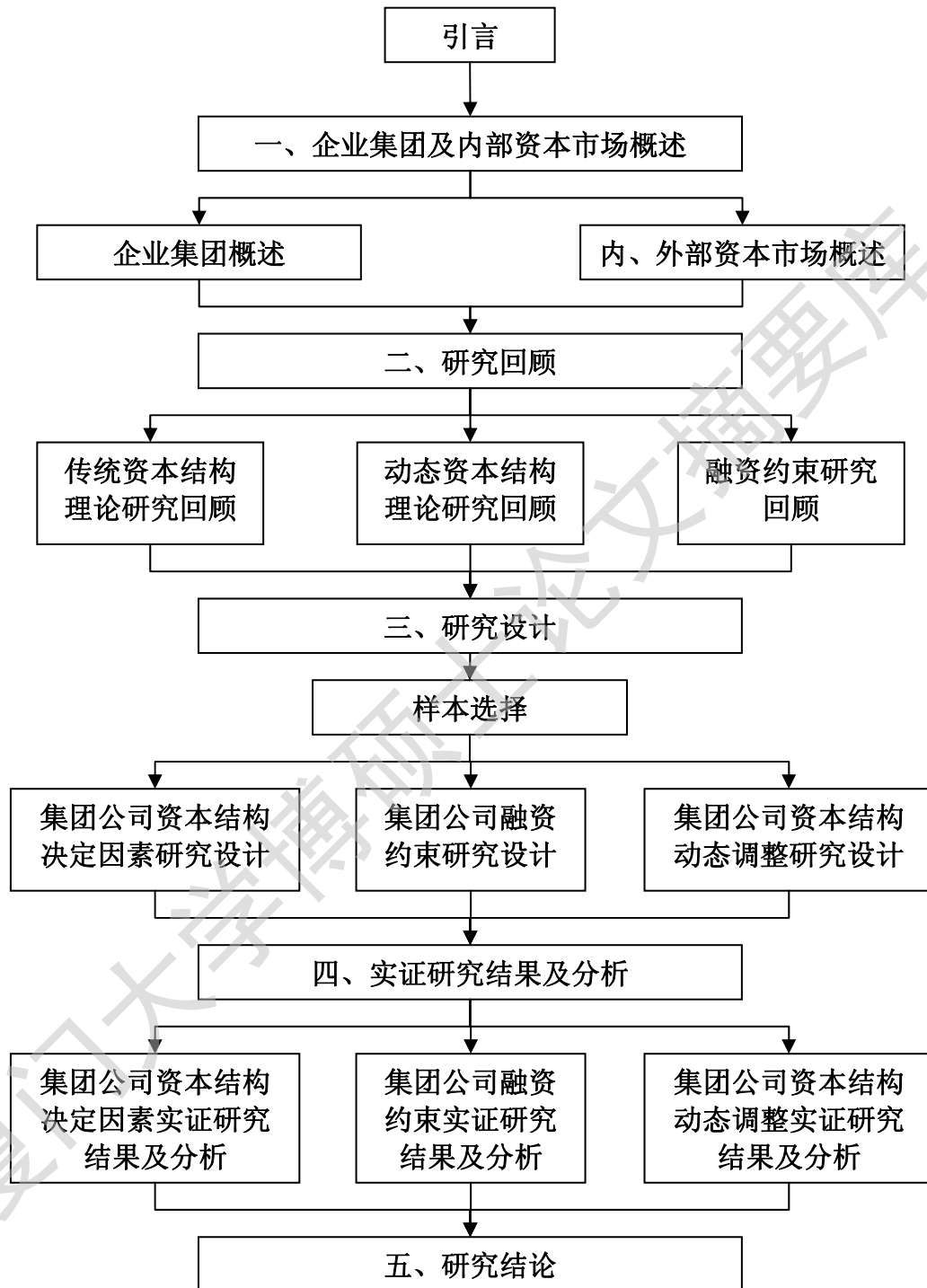
1、目前,国内对企业集团的研究集中于股权结构、代理问题等方面,针对企业集团资本结构的实证研究还比较少。本文将经典资本结构理论及新兴的动态资本结构理论与集团公司这一特殊的经济组织形式相结合,研究集团公司与独立

公司相比在资本结构静态视角及动态调整速度方面的特征。

2、近年来许多学者对企业集团内存在的内部资本市场进行了大量研究，主要集中于内部资本市场概念界定、资本配置效率等方面，但企业集团及其内部的母、子公司由于内部资本市场的存在而与独立公司在融资约束方面会存在不同，本文运用实证中常用于研究融资约束问题的投资-现金流敏感性模型对集团公司融资约束进行研究，在这一方面的研究国内还相对较少，处于起步阶段。

3、国外在研究资本结构动态调整速度时将样本公司分为高融资约束组 and 低融资约束组来对比两组样本是否存在不同的调整速度，本文将使用是否集团公司这一分类标准来划分样本，对比集团公司资本结构动态调整速度与独立公司是否不同，具有一定的创新性。

图 1-1 本文研究框架



第一章 企业集团及其内外部资本市场概述

本章将对企业集团的起源、发展进行简单的介绍，并对企业集团这一概念进行界定，这将有助于本文在之后的样本选择中建立一个选择的标准。同时介绍企业集团内部资本市场和外部资本市场的特征及优势，这将帮助我们定性的角度看到企业集团所存在的融资优势。

第一节 企业集团概述

一、企业集团的起源

自 1867 年德国出现第一个卡特尔（Cartel），在西方国家中产生了许多类似的垄断组织，辛迪加（Syndicate）、托拉斯（Trust）和康采恩（Konzern）等相继出现，19 世纪末 20 世纪初，垄断性组织的主要特征为横向合并，即同一部门内部企业的联合，卡特尔和辛迪加便是这种横向合并的典型表现形式，是企业集团的雏形，但西方很少将这些组织形式称为企业集团。

直到 20 世纪 60 年代末，为考察日本和韩国经济，有学者开始将企业集团（business group）作为一种组织形式来研究。日本企业在 20 世纪 70 年代经济高速增长时期通过投资创建、兼并、投资控股与参股以及建立长期协作关系等方式获得很大发展，形成一批新兴的、主要位于工业加工领域的企业集团，被称为“工业系企业集团”或“锥型企业集团”，如丰田、东芝、索尼、三洋等。

二、企业集团在中国的发展概况

20 世纪 80 年代之前我国还不存在企业集团这种组织形式，中国的企业集团是在特定的历史条件下出现和发展起来的。新中国建立后中国已经创建了一批大中型骨干企业，为之后企业集团的形成奠定了基础，到 80 年代初，随着改革开放的深入，中国经济的快速发展推动了企业集团的产生，赵曙明等（2002）^[3]将中国企业集团的发展分为三个阶段：

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库